

# VU Research Portal

## Jaarrekeningpublicatie door beursgenoteerde naamloze vennootschappen in Nederland tot 1910

Camfferman, C.

### ***published in***

NEHA-jaarboek voor economische, bedrijfs- en techniekgeschiedenis  
2000

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### ***citation for published version (APA)***

Camfferman, C. (2000). Jaarrekeningpublicatie door beursgenoteerde naamloze vennootschappen in Nederland tot 1910. *NEHA-jaarboek voor economische, bedrijfs- en techniekgeschiedenis*, 63(1), 71-103.  
[http://www.neha.nl/publications/2000/2000\\_03camfferman.pdf](http://www.neha.nl/publications/2000/2000_03camfferman.pdf)

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

### III

## Jaarrekeningpublicatie door beursgenoteerde naamloze vennootschappen in Nederland tot 1910

KEES CAMFFERMAN

### 1. Inleiding

De jaarrekening behoort sinds jaar en dag tot de vaste attributen van het bedrijfsleven. Met name voor de grotere ondernemingen bepaalt de publicatie van de financiële cijfers het basisritme in de communicatie met de buitenwereld. Door deze haast vanzelfsprekende beschikbaarheid van financiële ondernemingsgegevens is het makkelijk om te vergeten dat ondernemingsinformatie een gevoelig goed is dat in principe niet zonder meer wordt prijs gegeven. De jaarrekeningpublicatie valt tegenwoordig dan ook onder een uitgebreid stelsel van voorschriften waarin met een grote mate van detail wordt bepaald welke informatie ondernemingen in de jaarrekening dienen op te nemen.<sup>1</sup> Deze voorschriften dateren echter grotendeels van na de Tweede Wereldoorlog en zijn daarmee aanzienlijk jonger dan de praktijk van jaarrekeningpublicatie zelf. Deze praktijk is ontstaan in de loop van de negentiende eeuw, toen nog niet of nauwelijks sprake was van wettelijke of andere voorschriften op dit punt. Het ligt dus voor de hand te veronderstellen dat het ontstaan van de jaarrekeningpublicatie verklaard moet worden vanuit het belang of het nut van de onderneming en de daarmee verbonden partijen. Dit artikel wil laten zien dat een dergelijke verklaring gegeven kan worden door de ontwikkeling van de jaarrekeningpublicatie tot 1910 te beschrijven en te laten zien dat deze gelijk opging met de opkomst van de naamloze vennootschap waarvan de aandelen of obligaties op de effectenbeurs verhandeld worden.<sup>2</sup>

1 Met name titel 9 boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de *Richtlijnen* van de Raad voor de Jaarverslaggeving, terwijl voor grote ondernemingen tevens de standaarden van het International Accounting Standards Committee (IASC) van belang zijn.

2 De besloten vennootschap (BV) werd pas in 1971 in het Nederlandse vennootschapsrecht ingevoerd. Hoewel de commanditaire vennootschap op aandelen in de negentiende

Dit verband wordt niet voor het eerst in dit artikel aan de orde gesteld. Het is in historisch perspectief met name voor Engeland vrij uitgebreid gedocumenteerd.<sup>3</sup> Los van een specifieke historische context speelt het een belangrijke rol in de theorievorming op het gebied van accountancy en verslaggeving.<sup>4</sup> Ook in de Nederlandse economisch-historische literatuur is het meermaals gesignaleerd.<sup>5</sup> De bijdrage van dit artikel is dat dit in algemene termen bekende verband tussen rechtsvorm, beursnotering en jaarrekening in de concrete Nederlandse situatie zichtbaar maakt. Het levert zodoende een bijdrage aan een geleidelijk groeiende literatuur over de geschiedenis van comptabiliteit en accountancy in Nederland gedurende de negentiende en twintigste eeuw.<sup>6</sup>

Het artikel richt zich op de periode van de eerste helft van de negentiende eeuw tot 1910. Het globaal bepaalde begin van deze periode valt samen met de in eerste instantie zeer bescheiden en slechts langzaam groeiende betekenis van zowel de NV-vorm als de effectenbeurs voor Nederlandse ondernemingen. De einddatum valt samen met de invoering van een elementaire publicatieverplichting voor aan de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen. Voor de op deze wijze afgebakende periode geldt dat de verslaggeving van de meeste ondernemingen zich vrij van voorschriften kon ontwikkelen.

De opbouw van het artikel is als volgt. Paragraaf 2 bespreekt welke verbanden in het algemeen verwacht mogen worden tussen de NV-vorm, beursnotering en verslaggeving. Hierbij wordt tevens nader ingegaan op de verschillende rollen die de jaarrekening kan spelen, welk van deze rollen in dit artikel als 'publicatie' wordt beschouwd, en welke gegevens op grond daarvan zijn verzameld om de ontwikkeling van de jaarrekeningpublicatie in kaart te brengen.

Paragraaf 3 schetst de achtergrond van het zich ontwikkelende Nederlandse vennootschapsrecht, de toenemende populariteit van de naamloze vennootschap

eeuw niet onbelangrijk was, wordt er in dit artikel geen afzonderlijke aandacht aan besteed omdat het aantal van deze vennootschappen met beursnotering gering was.

3 Zie J.R. Edwards, *A history of financial accounting* (London, 1989).

4 Zie met name R.L. Watts en J.L. Zimmerman, *Positive accounting theory* (Englewood Cliffs NJ, 1986).

5 Zie bijvoorbeeld O. ten Have, *De geschiedenis van het boekhouden* (Wassenaar, 1973) 92-93; J. de Vries, *Geschiedenis der accountancy in Nederland. Aanvang en ontplooiing, 1895-1935* (Assen/Maastricht, 1985) 22-33; M.S.C. Bakker, 'Beheerst innoveren', in: H.W. Lintsen e.a. (red.), *Geschiedenis van de techniek in Nederland. De wording van een moderne samenleving 1800-1890*, deel VI *Techniek en samenleving* (Zutphen, 1992) 69-89.

6 Zie L.A.V.M. Metzemaekers, *Een eeuw in balans. De wordingsgeschiedenis van Morret & Limperg, 1883-1983* (z.p., 1983); De Vries, *Geschiedenis der Accountancy*; S.A. Zeff e.a. *Company financial reporting. A historical and comparative study of the Dutch regulatory process* (Amsterdam, 1992); K. Camfferman, *Voluntary annual report disclosure by Dutch listed companies, 1945-1983* (New York, 1997).

en de opkomst van de Amsterdamse effectenbeurs als markt voor aandelen in ondernemingen. Ook de vraag wat in deze periode onder een 'beursgenoteerde' onderneming moet worden verstaan komt hier aan de orde. Paragrafen 4 en 5 beschrijven de ontwikkeling van de jaarrekeningpublicatie gedurende twee deelperiodes, tot circa 1875 en vanaf 1875 tot 1910. Deze paragrafen zijn vooral gericht op de aantallen en typen publicerende ondernemingen en het tijdstip waarop zij tot publicatie overgingen. Deze aantallen zeggen echter niet alles over de mate waarin ondernemingen daadwerkelijk hun cijfers aan de openbaarheid prijs gaven. Daarbij is ook van belang of de gepubliceerde jaarrekeningen relevante en betrouwbare informatie bevatten. Dit aspect komt, zij het op globale wijze, aan de orde in paragraaf 6. Paragraaf 7 bevat een samenvatting en conclusies.

## 2. Begrippen en wijze van behandeling

In dit artikel wordt verslaggeving in verband gebracht met zowel de rechtsvorm van de onderneming als met beursnotering. Met het oog op deze twee factoren is het nuttig om twee vormen van ondernemingsverslaggeving te onderscheiden, hoewel zij in de praktijk in elkaar overlopen. In dit artikel zullen zij worden aangeduid als, enerzijds, 'rekening en verantwoording' of 'rekenschap' en, anderzijds, 'publiciteit' of 'openbaarheid'.

'Rekening en verantwoording' hangt samen met de scheiding van leiding en eigendom van een onderneming en betreft het afleggen van verantwoording over het gevoerde beheer door het bestuur van een onderneming aan degenen die het bedrijfsvermogen ter beschikking hebben gesteld. Het verband tussen scheiding van leiding en eigendom en het afleggen van rekenschap wordt al ver voor de periode waar het in dit artikel om gaat onderkend, bijvoorbeeld in de verhouding tussen grondbezitter en rentmeester.<sup>7</sup> De opkomst van het dubbel boekhouden sinds het eind van de Middeleeuwen brengt nieuwe technische mogelijkheden, de groei van vennootschappen, compagnieën en, in de negentiende eeuw, de naamloze vennootschap, brengt nieuwe toepassingsgebieden, maar het principe blijft ongewijzigd dat het afleggen van financiële verantwoording een belangrijk hulpmiddel kan zijn bij het instandhouden van een voor beide partijen nuttige verhouding tussen 'agent' en 'principaal'.

Dit algemene principe levert echter op zich nog weinig concrete verwachtingen op over de rol van de jaarrekening in de naamloze vennootschap gedurende de negentiende eeuw. De verhouding tussen bestuurders enerzijds en aandeelhouders of andere vermogensverschaffers anderzijds leidt in principe tot een behoefte aan controle en toezicht, maar of en op welke manier de jaarrekening daarbij een rol speelt hangt van meerdere factoren af. Een aandeelhouder zal bijvoorbeeld minder

7 Edwards, *History of financial accounting*, 32-44.

of niet geïnteresseerd zijn in een jaarrekening als de kosten van het opstellen en verspreiden hoog zijn (deze komen ten slotte ten laste van de aandeelhouders als eigenaren van de onderneming), als de betrouwbaarheid van de jaarrekening beperkt is of slechts tegen hoge kosten te garanderen, als er commissarissen zijn die namens de aandeelhouders actief toezicht uitoefenen, als de waarde van het aandeel door vaste uitkeringen beschermd wordt (zoals in het geval van preferente aandelen), of als de aandeelhouder slechts een klein bedrag in de onderneming heeft gestoken.<sup>8</sup> Wel kan men zeggen dat naar mate een naamloze vennootschap meer beantwoordt aan het doel waarvoor deze rechtsvorm in het leven is geroepen, te weten het bijeenbrengen van een groot kapitaal door vele deelhebbers om een gemeenschappelijke onderneming te drijven, dat dan de potentiële betekenis van de jaarrekening toeneemt.

Gezien deze situatie-afhankelijkheid is het niet verwonderlijk dat wanneer de jaarrekening in de negentiende eeuw daadwerkelijk voor rekening en verantwoording wordt gebruikt, dit gebeurt binnen een heel scala van procedures. De meest uitgebreide vorm is die waarin de jaarrekening in een jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders wordt vastgesteld, waarbij voorafgaand aan de vergadering de jaarrekening door een commissie van aandeelhouders of raad van commissarissen aan de hand van de boeken wordt onderzocht en voor de overige aandeelhouders beschikbaar is of ter inzage ligt. Bij eenvoudiger procedures is bijvoorbeeld geen sprake van controle, wordt de jaarrekening pas op de vergadering zelf beschikbaar gesteld of is de door commissarissen vastgestelde jaarrekening slechts gedurende korte tijd voor aandeelhouders ter inzage ten kantore van de vennootschap zonder dat de jaarrekening in een algemene vergadering aan de orde komt. Het komt ten slotte ook voor dat de gewone aandeelhouder de jaarrekening in het geheel niet te zien krijgt.

Voor alle vormen geldt dat geen sprake hoeft te zijn van publiciteit of openbaarheid in de zin dat iedere belangstellende kennis kan nemen van de jaarrekening. De rechthebbenden op rekenschap zijn identificeerbaar en het is dus mogelijk om de informatie tot een besloten kring te beperken. Een dergelijke beperking werd (en wordt) met name gemotiveerd door de vrees om concurrentiegevoelige informatie openbaar te maken hetgeen ook niet in het belang van de aandeelhouders is. Of dit ook in de praktijk werkt hangt uiteraard af van de omvang van de kring van aandeelhouders en hun betrokkenheid bij de onderneming. Wanneer sprake is van grote aantallen kleine aandeelhouders zullen zij zichzelf eerder als buitenstaanders dan als vennoten beschouwen. Het opleggen van geheimhouding is in zo'n geval niet mogelijk, en ook niet zinvol meer wanneer ook de concurrent eenvoudig aan-

8 Een meer uitgebreide behandeling van deze economische verklaring van verslaggevingsvormen is onder andere te vinden in R. Ball en C.W. Smith, *The economics of accounting policy choice* (New York, 1992); M. Bromwich, *Financial reporting, information and capital markets* (London, 1992) en Watts en Zimmerman, *Positive accounting theory*.

deelhouder kan worden. Publiciteit in eigenlijke zin vloeit dus voort uit het aantrekken van vermogen uit de openbare kapitaalmarkt. En dit niet alleen in negatieve zin, omdat het toch niet meer mogelijk is om de informatie binnenskamers te houden, maar ook in positieve zin, omdat het publiceren van informatie een middel kan zijn om, door reductie van onzekerheid over de financiële positie van de onderneming, de vermogenskosten te verlagen.<sup>9</sup>

Het bovenstaande is om de volgende redenen van belang voor dit artikel. In de eerste plaats laat het zien waarom het ontstaan van de jaarrekeningpublicatie vooral gezocht moet worden binnen de groep van met aandelen genoteerde naamloze vennootschappen. Onder de verschillende ondernemingsvormen is binnen de naamloze vennootschap de rol van de jaarrekening in potentie belangrijker dan binnen, bijvoorbeeld, de vennootschap onder firma. Voor genoteerde naamloze vennootschappen is er vervolgens in principe een drijfveer om de jaarrekening algemeen beschikbaar te stellen.

Vervolgens geldt dat de situatie-afhankelijkheid van de rol van de jaarrekening binnen de naamloze vennootschap ook van toepassing is bij de mate waarin de jaarrekening door genoteerde ondernemingen gepubliceerd wordt. In het algemeen valt te verwachten dat de bereidheid om de jaarrekening openbaar te maken samenhangt met de grootte van de onderneming, de intensiteit van het beroep op de kapitaalmarkt, en in wat mindere mate met de bedrijfstak.<sup>10</sup>

In de derde plaats is van belang dat, ondanks het theoretische nut van het onderscheid tussen rekenschap en publiciteit, de grenslijn niet altijd duidelijk te trekken is. Het betekent met name dat de aanwezigheid van gedrukte jaarstukken in archieven op zich nog niet betekent dat deze ook voor publicatie bedoeld waren of al dan niet tegen de wil van de onderneming in bredere kring verspreid werden. Vandaar dat dit artikel hoofdzakelijk gebaseerd is op de aanwezigheid van jaarrekeningen of delen daarvan in publieke stukken zoals dagbladen en verzamelwerken zoals Van Nierop & Baak's *Naamloze Vennootschappen*. Daarnaast is gebruik gemaakt van gegevens over individuele ondernemingen waarvan het mogelijk bleek om de overwegingen achter het publiceren van de jaarrekening te reconstrueren.

Alvorens op basis van dit materiaal in paragrafen 4 en 5 de ontwikkeling van de verslaggeving geschetst wordt, wordt in paragraaf 3 eerst de achtergrond geschetst van de ontwikkeling van het vennootschapsrecht en de opkomst van de beursgenoteerde onderneming.

9 A. Wagenhofer, *Informationspolitik im Jahresabschluss, Freiwillige Informationen und strategische Analyse* (Leipzig, 1990).

10 Zie Camfferman, *Voluntary annual report disclosure*, hoofdstuk 4, voor een overzicht van onderzoek op dit gebied.

### 3. Ontwikkeling van vennootschapsrecht en effectenbeurs

Men kan in Nederland in elk geval tot de zeventiende eeuw teruggaan om de wortels van de beurs en van de naamloze vennootschap (NV) te zoeken. Hoewel in de literatuur de Verenigde Oostindische compagnie (VOC) als prototypische beurs-genoteerde naamloze vennootschap de meeste aandacht krijgt, ontstonden er in de loop van de zeventiende en vooral de achttiende eeuw meer, privaatrechtelijke, compagnieën of vennootschappen waarvan de participanten, deelhebbers of aandeelhouders verschillende gradaties van beperkte aansprakelijkheid bezaten of althans claimden. In het algemeen, en in overeenstemming met de praktijk bij de VOC, vertoonden deze vennootschappen duidelijk oligarchische trekken. De rechten van aandeelhouders waren doorgaans beperkt tot het kiezen van een college van hoofdparticipanten dat de rechten uitoefende die vandaag de dag normaliter aan de algemene vergadering van aandeelhouders zijn voorbehouden.<sup>11</sup>

Deze beperking van aandeelhoudersrechten kwam onder andere tot uitdrukking in de verslaggeving. De gedachte dat aandeelhouders in principe recht hebben op rekening en verantwoording is zeker rond het begin van de zeventiende eeuw terug te vinden, maar in de praktijk werd dit sterk beperkt. Het oorspronkelijk octrooi van de VOC bevatte bepalingen over tienjaarlijkse openbare behandeling van de rekening, maar bij de verlenging van het octrooi met ingang van 1623 werd het feit dat deze verplichting niet was nagekomen een belangrijk strijdpunt. Weliswaar bevatte ook het vernieuwde octrooi een bepaling over het periodiek overleggen van de rekening “met open deuren en vensters”, waarbij alle deelhebbers aanwezig mochten zijn, maar ook dit bleek grotendeels een dode letter. Het octrooi van 1647 voorzag slechts in een vierjarige rekening die “in besloten Camere” aan vier gedeputeerde hoofdparticipanten werd voorgelegd.<sup>12</sup> Ook bij andere compagnieën uit de zeventiende en achttiende eeuw doet zich dit beeld voor van een zeer beperkte rekening en verantwoording die, zo ze al plaatsvindt, beperkt blijft tot een kleine groep uit de deelhebbers, vennoten of participanten die zich ontwikkelen tot raden van commissarissen.<sup>13</sup>

Deze oligarchische tendensen worden in de literatuur soms negatief afgeschilderd. Het is mogelijk nuttig er nog eens op te wijzen dat een beperkte rekening en

11 E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlandsch recht* (Zwolle, 1929) 6.

12 Pieter van Dam, *Beschrijvinge van de Oostindische Compagnie*, eerste boek, deel I (editie F.W. Stapel, Den Haag, 1927) 365-368. Zie ook van G. van Slooten, *Verplichte openbaarmaking van balans en winst- en verliesrekening van naamloze vennootschappen* (Den Haag, 1900).

13 S. van Brakel, ‘Bijdrage tot de geschiedenis der naamloze vennootschap’, *Rechtsgeleerd magazijn* 31 (1912), en Van der Heijden, *Handboek*, 6. Zie ook De Vries, *Geschiedenis der accountancy in Nederland*, 22-24.

verantwoording ook rationeel kan zijn wanneer andere controlemechanismen effectief zijn en/of wanneer aan openheid hoge kosten zijn verbonden. Zo noemt Van Brakel het voorbeeld van de compagnie die de expeditie van De Houtman in 1595 uitrustte, waarbij de participanten nadrukkelijk afzagen van een recht op rekening, kennelijk met het oog op het in huis houden van concurrentiegevoelige informatie over de nieuwe zeewegen.<sup>14</sup> Ook bij de VOC worden overwegingen van commerciële en politieke strategie genoemd in verband met het niet overleggen van de eerste tienjarige rekening.<sup>15</sup>

Hoewel in 1811 met het Franse recht in theorie een doctrine van aandeelhouders-suprematie werd ingevoerd, werd in de praktijk de traditionele onafhankelijkheid van bestuurders ten opzichte van aandeelhouders niet in belangrijke mate aangetast. In tegenstelling tot wat wel gedacht wordt bevatte de *Code de Commerce* geen bepalingen over verplichte rekening en verantwoording aan aandeelhouders, laat staan over algemene publicatie van bedrijfsgegevens.<sup>16</sup> Zij bevatte in dit verband slechts de voor alle kooplieden geldende plicht tot het bijhouden van dagboek of journaal en van het jaarlijks opmaken van een 'inventaris', maar bepaalde niet dat deze administratie een rol diende te spelen bij het afleggen van verantwoording in naamloze vennootschappen. De gebruikte terminologie was vaag, en hoewel een verband met de koopmansboekhouding en de balans gesuggereerd vloeide deze interpretatie niet dwingend uit de tekst voort.<sup>17</sup>

Rond 1830 begon de regering zich wat actiever met de naamloze vennootschappen bezig te houden. Dit kwam het duidelijkst tot uiting in het Besluit van 1 december 1833 waarin nadere voorschriften waren opgenomen omtrent de toetsing van statuten met het oog op Koninklijke Bewilliging.<sup>18</sup> Hierin werden enkele beperkingen gesteld aan oligarchische bestuursvormen door de bepaling dat commissarissen die bestuursstaken vervulden niet ook de rekening en verantwoording van het bestuur mochten opnemen. Het bleef echter toegestaan om de bevoegdheid "om de jaarlijksche balans der maatschappij op te nemen, goed te keuren of af te sluiten" op te dragen aan een commissie van aandeelhouders (art. 12) en zodoende de informatie binnen een zeer beperkte kring te houden.

In 1838 werd de *Code de Commerce* vervangen door een inheems Wetboek van Koophandel. Ook hierin werd de inrichting van de naamloze vennootschappen grotendeels overgelaten aan de oprichters, hoewel de akte van oprichting als voorheen Koninklijke Bewilliging behoefde. Het nieuwe wetboek bevatte wel een voor-

14 Van Brakel, 'Bijdrage', 267.

15 Van Dam, *Beschrijvinge*, 366.

16 Een voorbeeld van een kennelijk wat te stringente voorstelling van de administratieve bepalingen van zowel de *Code* als van het Wetboek van Koophandel van 1838 is te vinden in Bakker, 'Beheerst innoveren', 69-89.

17 Alain Mikol, 'The history of financial reporting in France', in Peter Walton (red.) *European financial reporting. A history* (London, 1995).



schrift over financiële verslaggeving. Artikel 55 verplichtte de bestuurders van een naamloze vennootschap jaarlijks aan de aandeelhouders “opgave te doen van de winsten en verliezen door de vennootschap in het afgelopen jaar gehad of geleden. Die opgave kan geschieden, het zij in eene algemeene vergadering, het zij door de toezending van eenen staat aan iederen vennoot, het zij door eene aan de vennooten aangekondigde ter visie ligging der rekening, gedurende zekeren bij de akte bepaalden tijd.”

Waaruit de ‘staat’ of ‘rekening’ bestond werd niet nader gespecificeerd, hoewel ook hier een associatie met de koopmansboekhouding voor de hand lag. In artikel 6 tot en met 8 werd immers elke koopman verplicht dagboek te houden en jaarlijks “eenen staat en balans op te maken, in een afzonderlijk daartoe bestemd register in te schrijven en eigenhandig te onderteekenen.” Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de wat onzekere formuleringen waarmee de wetgever afwisselend aan een inventaris, een balans en een winst- en verliesrekening lijkt te denken samenhangen met de moeite die regering en parlement hadden om zich een duidelijk beeld te vormen van de administratieve praktijk.<sup>19</sup> Afgezien van verwarring over de betekenis van begrippen als balans en journaal, rijst uit de parlementaire behandeling het beeld dat de regering de stand van de administratieve techniek wat gunstiger beoordeelde dan het parlement. Hoewel kamerleden van mening waren dat alleen de allergrootste handelshuizen in staat waren om “Italiaansche boeken” te houden stelde de regering dat “men zich niet had kunnen verbeelden, dat er één éénnig welgeregeld handelshuis aanwezig zij, bij hetwelk geen journaal of dagboek wordt gehouden, bevattende de bestanddeelen bij dit artikel opgeteld en aangewezen.”<sup>20</sup> Ook waar het niet ging om kooplieden in het algemeen maar specifiek om naamloze vennootschappen veronderstelde de regering als vanzelfsprekend dat er een administratie werd gevoerd die uitmondde in een jaarlijkse balans, zoals bleek uit het boven aangehaalde besluit van 1833.

Tegen het midden van de negentiende eeuw bestond derhalve een juridische traditie waarin het verband tussen de NV-vorm, aandeelhouderschap en verantwoording op basis van comptabele bescheiden duidelijk herkenbaar was. Tegelijkertijd was de omvang van het recht op rekenschap onduidelijk vanwege de soms verregaande beperking van de kring van personen aan wie daadwerkelijk rekenschap werd afgelegd. Van balanspublicatie ten behoeve van anderen dan aandeelhouders was in elk geval geen sprake. Ook omtrent de vorm van de rekenschap bestond onzekerheid. Hoewel de regering kennelijk aanstuurde op het ge-

18 *Staatsblad*, 1 December 1883, No. 60.

19 Als gedocumenteerd in J.C. Voorduin, *Geschiedenis en beginselen der Nederlandsche Wetboeken*, deel VIII, *Wetboek van Koophandel*, Deel I (Utrecht, 1840) 46-65.

20 Voorduin, *Wetboeken*, 65.

bruik van comptabele documenten zoals de balans was de eigenlijke wettekst op dit punt bepaald niet eenduidig<sup>21</sup>.

Tot op zekere hoogte waren deze onduidelijkheden echter slechts van theoretisch belang, omdat het aantal naamloze vennootschappen nog gering was. Voor het laatste deel van de achttiende eeuw zijn enkele tientallen nieuw opgerichte vennootschappen bekend, en het totaal aantal bestaande naamloze vennootschappen in 1850/51 wordt, op grond van gegevens over de patentbelasting, doorgaans op 137 gesteld.<sup>22</sup> Dit beeld verandert echter in toenemende mate vanaf circa 1870. Tabel 1 laat zien hoe het totale aantal naamloze vennootschappen vanaf die tijd sterk toenam.<sup>23</sup> Deze groei is voor een belangrijk deel toe te schrijven aan wat wel de 'oneigenlijke NV' genoemd werd, dat wil zeggen, naamloze vennootschappen die niet bedoeld waren om een groot kapitaal van verschillende vennoten bijeen te brengen.<sup>24</sup> Tegen het einde van de eeuw ontstaat in toenemende mate het verschijnsel van de familie-NV of zelfs de eenmans-NV waarin bestaande ondernemingen of afzonderlijke activa om uiteenlopende redenen werden ingebracht. Niet het aantrekken van kapitaal, maar het verkrijgen van beperkte aansprakelijkheid of fiscale voordelen speelden hierbij een rol. Het is te begrijpen dat rekening en verantwoording binnen dergelijke vennootschappen hoogstens in beperkte mate, en publiciteit in het geheel niet aan de orde was.

Tabel 1 laat ook zien dat in het laatste deel van de eeuw er voor het eerst een aanzienlijke groep beursgenoteerde naamloze vennootschappen ontstond, dat wil zeggen, vennootschappen waarvan in een koerslijst of prijscourant wordt aangegeven tegen welke koers de aandelen of obligaties zijn verhandeld. Tabel 1 is beperkt tot de zogenaamde officiële noteringen, dat wil zeggen, de koersnoterin-

21 De uitdrukking 'staat en balans' uit het Wetboek van Koophandel was van invloed op de formulering van statutaire bepalingen, en ook hier blijkt dat de betekenis van de wet verschillend werd opgevat. Raadpleging van enkele willekeurig gekozen statuten uit de periode 1840-1860 leert dat de 'staat en balans' soms als één document gezien werd, en ook wel als 'staat of balans' en 'staat van balance' werd aangeduid, terwijl in andere gevallen kennelijk sprake is van twee documenten. Ook de combinatie 'staat, inventaris en balans' komt voor. Tegen het einde van de negentiende eeuw zette zich echter de interpretatie door dat met de 'staat' de inventaris werd bedoeld. Zie voor dit laatste J.G.Ch. Volmer, *Handleiding bij het opmaken en controleren van inventaris en balans* (Utrecht, 1894).

22 Zie bijvoorbeeld J. Valkhoff, *Een eeuw rechtsontwikkeling* (Amsterdam, 1938).

23 Tabel 1 is gebaseerd op de volgende bronnen. NV's voor 1880 ontleend aan J. Valkhoff, *Rechtsontwikkeling*, na 1880 van Nierop & Baak, *Nederlandsche Naamlooze Vennootschappen*. Noteringen voor 1880: J. Dinger, *Overzicht van alle ter beurse van Amsterdam verhandeld wordende binnen- en buitenlandsche effecten* (Amsterdam, 1851, 1864, 1873) en prijscouranten afgedrukt in *Algemeen Handelsblad*. Noteringen na 1880: *Prijscourant van de Vereeniging voor den Effectenhandel*.

24 J. Zeylemaker, *Verleden, heden en toekomst van de naamloze vennootschap* (Zwolle, 1947) 61-71.

Tabel 1. *Naamloze vennootschappen in Nederland 1851-1927*

Jaar	Totaal bestaande NV's	Met beursnotering (Amsterdam)
1851	137	5
1861	284	7
1871	456	22
1882	683	55
1892	1416	142
1901	3812	358
1911	6874	490
1927	ca. 20000	ca. 850

Bronnen: zie voetnoot 23.

gen die verzorgd worden door de Vereniging voor den Effectenhandel en haar voorgangers. Naast de officieel genoteerde fondsen werd ook, zij het minder geregeld, gehandeld in incourante fondsen. Omdat weinig of geen voorwaarden werden gesteld aan opname in de prijscourant was de overgang van incourant naar officieel genoteerd zeer vloeiend.<sup>25</sup> Wel lijkt het zo te zijn dat na de oprichting van de Vereeniging voor den Effectenhandel in 1876 er wat meer belang wordt gehecht aan opname in de officiële notering.

Met name tussen 1880 en 1890 heeft een vrij groot deel van de toename in het aantal in tabel 1 getoonde noteringen betrekking op vennootschappen die al eerder incourant werden verhandeld. Net als de toename in het aantal vennootschappen is dus de toename in het aantal noteringen deels van formele aard. Desondanks is in deze periode onmiskenbaar sprake van grote veranderingen in de aard, organisatie en financiering van het economisch leven. Een belangrijk deel van de weergegeven groei hing samen met de opkomst van een moderne industriële sector in Nederland en met de openstelling van Nederlands-Indië voor het particuliere bedrijfsleven.<sup>26</sup> Tabel 2 geeft een indruk van deze economische activiteit en de mate waarin voor het eerst sprake was van een wezenlijke integratie van de effectenmarkt in de Nederlandse economie.

Deze veranderingen leidden als vanzelf tot de vraag of de bestaande wetgeving op het gebied van de naamloze vennootschap nog wel voldeed aan de eisen des tijds. Een belangrijke vraag was of het met het oog op de steeds grotere kapitalen

25 J. Jonker, *Merchants, bankers, middlemen. The Amsterdam money market during the first half of the 19th century* (Amsterdam, 1996), p. 162.

26 De Vries, *Eeuw*, 34.

Tabel 2. *Genoteerde effecten naar bedrijfstak 1870-1930*

	Banken	Scheepvaart	Spoor & tram	Indisch	Industrie	Diversen	Totaal
1870	4	-	12	3	-	3	22
1880	8	2	28	11	-	18	67
1890	42	16	49	55	5	47	214
1900	102	24	48	165	24	70	433
1910	188	39	66	201	75	94	663
1920	392	71	122	281	301	130	1297
1930	425	66	117	321	341	169	1439

Bronnen: De Vries, *Eeuw*, 33, 87, 126.

Toelichting: 'Banken' is inclusief hypotheekbanken. Indische spoorwegen en 'diversen' zijn tot 1910 gerangschikt onder 'Indisch' en daarna onder de betreffende categorieën.

die in naamloze vennootschappen omgingen niet noodzakelijk was om aandeelhouders en andere vermogensverschaffers een duidelijker omschreven recht op financiële informatie te geven. In 1871, 1890 en 1910 werden wetsontwerpen voor een nieuwe wettelijke regeling van de naamloze vennootschap opgesteld, mede onder invloed van het feit dat in andere Europese landen het vennootschapsrecht in deze periode voortdurend werd aangepast in de richting van grotere publiciteit.<sup>27</sup> Maar pas in 1928/29, toen het Nederlandse Wetboek van Koophandel inmiddels vrijwel de oudste wettelijke regeling van de naamloze vennootschap in Europa was, werd een nieuwe regeling ingevoerd waarbij onder andere werd geregeld dat grote NV's of NV's met effecten aan toonder hun jaarrekening via het Handelsregister dienden te publiceren. Tot die tijd kon de financiële publiciteit van naamloze vennootschappen wat de wet betreft dus beperkt blijven tot enkele mondelinge mededelingen tijdens de aandeelhoudersvergadering.<sup>28</sup>

Ook de beursorganisatie oefende gedurende de negentiende eeuw geen formele invloed uit op de ondernemingspubliciteit. De Amsterdamse effectenbeurs werd met de oprichting van de Vereniging voor den Effectenhandel in 1876 op een nieuwe wijze georganiseerd. Hoewel deze organisatie veel deed om de effectenhandel te ordenen was zij toch in de eerste plaats geïnteresseerd in de belangen van haar leden, en niet geneigd onnodige obstakels op te werpen voor ondernemingen die hun effecten genoteerd wensten te zien. Op het gebied van publiciteit

27 Zie voor een overzicht van ontwikkelingen in verschillende Europese staten: Van Slooten, *Verplichte openbaarmaking*; F.M. Huussen-de Groot, *Rechtspersonen in de 19e eeuw* (Zwolle, 1976) en Peter Walton (red.), *European Financial Reporting, A history* (London, 1995). Voor Nederland zie ook Zeff e.a., *Company financial reporting*, hoofdstuk 2.

28 De spoorwegondernemingen vormden hierop een uitzondering, zie paragraaf 4.

eiste de Vereeniging pas vanaf 1909 in het *Fondsenreglement* dat ondernemingen die aandelen in de notering wensten te laten opnemen zich verbonden om “jaarlijks de balans, winst- en verliesrekening en het verslag in afdruk voor aandeelhouders ter beschikking te stellen.”<sup>29</sup> Het is niet duidelijk of deze bepaling ook met terugwerkende kracht op bestaande noteringen werd toegepast, maar waarschijnlijk is dit niet.

#### 4. Het begin van jaarrekeningpubliciteit tot circa 1875

Tot circa 1840 waren er in feite slechts twee naamloze vennootschappen waarvan de aandelen met enige frequentie ter beurse werden verhandeld, en waarbij, vanuit deze achtergrond, publieke verslaggeving een rol zou kunnen spelen: de Nederlandsche Bank (1814) en de Nederlandsche Handel-Maatschappij (1824). Beide ondernemingen werden aanvankelijk echter eerder gekenmerkt door geheimhouding dan door openheid.

De acte van oprichting van de Nederlandsche Bank legde de directie een geheimhoudingsplicht op met betrekking tot haar werkzaamheden (artikel 58). Deze bepaling werd, uit angst cliënten te verliezen aan de traditionele bankiers, lange tijd zeer strikt geïnterpreteerd alsof het ook een verbod inhield op de publicatie van geaggregeerde financiële gegevens.<sup>30</sup> Terugkijkend in 1866 kon dan ook gezegd worden: “Een geheimzinnige sluijer hield de handelingen der Nederlandsche Bank gedurende bijna de helft eener eeuw gansch en al verborgen. Die geheimzinnigheid had voor velen iets ontzagverwekkends, iets dat eerbied inboezemde.”<sup>31</sup> Pas in 1847 werd voor het eerst jaarlijks het totale bedrag van de reserves gepubliceerd, een stap die werd ingegeven om een uitgifte van nieuwe aandelen boven pari mogelijk te maken.<sup>32</sup>

Van een vergelijkbare geheimhouding was sprake bij de Nederlandsche Handel-Maatschappij (NHM). Deze onderneming deed bij oprichting weliswaar een voor die tijd zeer omvangrijk beroep op de kapitaalmarkt, maar dit ging aanvankelijk niet gepaard met enige financiële publiciteit. Tenminste één reden hiervoor was de grote betrokkenheid van Willem I bij de oprichting van deze onderneming, die

29 *Fondsenreglement*, editie 1 augustus 1909, artikel 5. Een identieke bepaling was van toepassing op obligaties.

30 A.M. de Jong, *Geschiedenis van de Nederlandsche Bank*, I, *De Nederlandsche Bank van 1814 tot 1864* (Amsterdam, 1930) 72.

31 P. Verloren, ‘Overzicht der werkzaamheden van eenige Nederlandsche credietinstellingen’, *Staatkundig en Staathuishoudkundig Jaarboekje voor 1866* (Amsterdam, 1866) 337.

32 Overigens was de Javasche Bank op overheidsvoorschrift al in 1846 begonnen met de maandelijks publicatie van de bankbiljettencirculatie in de pers. ‘Wijziging in het octrooi en reglement voor de Javasche Bank’, *Indisch Staatsblad* 1846 no. 11. Zie ook de Jong, *Nederlandsche Bank*, 383.

zover ging dat de koning uit eigen middelen een minimum-dividend garandeerde. Kennelijk kon deze garantie als alternatief voor rekenschap en publiciteit fungeren. Tussen 1830 en 1850 kwam hierbij dat de NHM steeds dieper verwickeld raakte in het voorfinancieren van de koloniale baten die, als koninklijk prerogatief, buiten het parlementaire toezicht vielen. Inzicht in de financiële positie van de NHM zou dus ook enig inzicht geven in de middelen die de regering buiten het parlement om ter beschikking stonden.

De geheimhouding van deze grote maatschappijen kon ook tegen de overheid gebruikt worden wanneer deze te vergaande eisen aan het bedrijfsleven wilde stellen. Bij de voorbereiding van de herziening van het Wetboek van Koophandel in 1838 richtte de kritiek zich met name op de Koninklijke Bewilliging bij oprichting van naamloze vennootschappen, omdat hieraan door het Departement van Nijverheid steeds vaker voorwaarden werden verbonden. Eén hiervan was de eis tot jaarlijkse opzending van financiële informatie, een praktijk die met het Besluit van 1833 geformaliseerd was en waarvan men voortzetting onder het nieuwe Wetboek vreesde. De woordvoerder van de Amsterdamse handelskringen, de advocaat F.A. van Hall, schreef daarover:

“De eisch tot opzending van Staten (...) is meermalen gedaan; maar even als thans nimmer te regtvaardigen. Het geheim zijner zaken is, even als elk ander eigendomsregt van den burger, heilig en wordt daardoor gekwetst. Met eene dergelijke publiciteit zijn in de meeste gevallen geene zaken te doen; en het voorbeeld der Nederlandsche Bank, der Handel-Maatschappij, der Westindische Maatschappij en van andere door de Regering begunstigde ligchamen is dáár, om te bevestigen, hoeveel daaraan door zaakkundige personen gehecht wordt.”<sup>33</sup>

Desondanks doen zich rond 1840 de eerste tekenen van verandering voor. Bij de herziening van het octrooi van de Nederlandsche Bank in 1838 kwam (overigens zonder gevolg) een voorstel voor publicatie van een jaarrekening aan de orde.<sup>34</sup> Van daadwerkelijke publiciteit was sprake bij de spoorwegen die in deze jaren tot ontwikkeling komen.

De Hollandsche IJzeren Spoorwegmaatschappij (HIJSM, 1837) was volgens de statuten een tamelijk gesloten organisatie. Pas tijdens de algemene vergadering, volgens de oproep nadrukkelijk alleen toegankelijk voor aandeelhouders, werd de balans aan de aanwezigen uitgedeeld. De vraag is dan ook of het strikt genomen juist is om de HIJSM als de eerste naamloze vennootschap aan te wijzen die de

33 F.A. van Hall, *Verdediging van de onafhankelijkheid des handels bij het oprigten van naamlooze maatschappijen* (Amsterdam, 1834) 126.

34 De Jong, *Nederlandsche Bank* 1, 374-395. Zie ook Jonker, *Merchants*, 137 en noot 42.

jaarlijkse balans publiceerde.<sup>35</sup> Wel was het zo dat er vanaf de eerste boekjaren min of meer uitvoerige verslagen, inclusief financiële cijfers, van de jaarvergaderingen in het *Handelsblad* verschenen, waarmee de vloeiende overgang van rekening en verantwoording naar publiciteit wordt geïllustreerd.<sup>36</sup> Naast deze wat passieve publiciteit maakte de maatschappij zelf in de Amsterdamse dagbladen maandelijks cijfers bekend over passagiersaantallen en vervoersopbrengsten.

Bij de Rijnspoorweg kwam de publiciteit wat later op gang. De aanleg hiervan werd in 1838 door de overheid ter hand genomen en gefinancierd met een winstdelende obligatielening. De rente werd, als in het geval van de Nederlandsche Handel-Maatschappij, door Willem I uit persoonlijke middelen gegarandeerd. Als bij de NHM was ook hier kennelijk de gedachte dat deze rentegarantie het afleggen van rekening en verantwoording overbodig maakte. In 1844, met de instelling van een staatscommissie die de financiële gang van zaken bij de Rijnspoorweg moest onderzoeken, klonk in de considerans bij het instellingsbesluit echter een nieuw geluid door:

“Overwegende, dat noch bij de genoemde Koninklijke besluiten, noch bij de voorwaarden der geopende geldleening, eenige comptabiliteit ten behoeve van de deelhebbers is geregeld, waaruit zij eenigerlei regt van inzage, contrôle, be-raadslaging, of beheer zouden kunnen ontleenen.

Overwegende niettemin, dat het met Onze inzigten strookt, door openbaarheid de verrichtingen en de uitkomst ter kennis van alle belanghebbenden te brengen.”<sup>37</sup>

Het rapport van de commissie met een uitvoerige financiële analyse werd dan ook gepubliceerd, en de ingeslagen lijn werd voortgezet toen de exploitatie van de Rijnspoorweg werd overgedragen aan de met dat doel opgerichte particuliere Nederlandsche Rhijnspoorweg Maatschappij (1845).<sup>38</sup> In de concessievoorwaarden werd als eis opgenomen “om de noodige openbaarheid te geven, zowel aan de maandstaten der exploitatie, als aan de jaarlijksche balans.”<sup>39</sup> In de concessie van de kort daarop opgerichte Aken-Maastrichtse Spoorwegmaatschappij (1845) werd zelfs verlangd om de “meest mogelijke openbaarheid” aan de balans en de maandstaten te geven.<sup>40</sup> Laatstgenoemde maatschappij had zichzelf in de statuten opgelegd dat de resultaten en een verslag van de gang van zaken “althans bij wijze

35 Zo Jonker, *Merchants*, 137. In tegenstelling tot andere spoorwegmaatschappijen publiceerde de HIJSM haar balans ook niet in de *Staatscourant* (zie onder).

36 *Algemeen Handelsblad* 30 april 1840, 19 april 1841, 21 april 1842, 27 april 1843.

37 K.B. 22 oktober 1844 No. 45.

38 Het rapport werd afgedrukt in de *Staatscourant* van 3 februari 1845.

39 K.B. 20 mei 1845, No. 71, artikel 34.

40 K.B. 4 februari 1846, No. 91, artikel 40.

van abstract publiek gemaakt” zouden worden.<sup>41</sup> Zij lag hierbij voor op de Rhijnspoorweg en de HIJSM die pas in 1850 respectievelijk 1852 het stadium bereikten dat de balans statutair ter inzage diende te worden gelegd voor aandeelhouders, voorafgaand aan de algemene vergadering.

Hoewel enkele spoorwegconcessies van rond 1850 nog publiciteitsbepalingen bevatten, was van een consistent beleid kennelijk nog geen sprake. Concessies uit de jaren 1850 bevatten doorgaans dergelijke bepalingen niet. In 1859 werd echter in de concessie voor de spoorlijn van Utrecht naar Zwolle de bepaling opgenomen dat de maandstaten en de jaarlijkse balans van de concessiehouder in de *Staatscourant* gepubliceerd dienden te worden. Hierbij kon men zowel teruggrijpen op het feit dat in een eerder stadium de maandstaten van de HIJSM uit de dagbladen in de *Staatscourant* werden overgenomen, als op recentere bepalingen over de Nederlandsche Bank (zie onder). Deze concessie vormde de basis voor de Nederlandsche Centraalspoorweg Maatschappij (1860) die dus ook onder de genoemde publicatiebepaling kwam. De eis tot publicatie in de *Staatscourant* werd vervolgens als standaardbepaling opgenomen in alle tussen 1860 en 1880 verleende spoorwegconcessies.<sup>42</sup> Spoorwegbalansen en maandstaten werden zodoende een duidelijk herkenbaar onderdeel van de *Staatscourant*, ondanks dat het in een aantal gevallen lijkt alsof de publiciteitsbepalingen niet of niet volledig werden nageleefd.<sup>43</sup>

Het idee om de *Staatscourant* te gebruiken om financiële ondernemingsinformatie te publiceren was al eerder toegepast bij De Nederlandsche Bank. Nadat de bank in 1847 het beleid van strikte geheimhouding had verlaten merkte in 1850 secretaris W.C. Mees met het oog op de komende herziening van het octrooi op dat de bank “de eenige geprivilegieerde bank op de wereld (is), wier stand volkomen geheim gehouden wordt”<sup>44</sup> en stelde voor hiermee te breken. In het octrooi van 1852 werd daarom, ondanks verzet van de raad van commissarissen, de bank verplicht om maandelijks de stand van een drietal balansposten in de *Staatscourant* te publiceren.<sup>45</sup> In 1863 had Mees de hand in de bepaling in de bankwet die de bank

41 K.B. 4 september 1845, No. 10, artikel 17.

42 Zie bijvoorbeeld concessies van 20/24 augustus 1861, 11/14 maart 1863, 11 augustus 1863, 9/12 april 1864, 19 april 1864, 4 juni 1864, 4 november 1864, in *Verzameling van wetten, besluiten enz. betreffende de spoorwegen in Nederland 1860-1866* (Den Haag, 1880).

43 Het aantal gepubliceerde balansen en staten in de *Staatscourant* van 1872 en 1882 blijft achter bij het aantal op dat moment operationele concessies. Ook de HIJSM die sinds 1865, als exploitant van de staatsspoorwegen in Noord-Holland, onder de standaardvoorwaarde viel, publiceerde slechts de maandelijksse vervoersopbrengsten voor deze lijn en niet de formeel vereiste balans. Het is echter goed mogelijk dat de boekhouding van de HIJSM niet was ingericht om dergelijke deelbalansen te produceren.

44 De Jong, *Nederlandsche Bank*, 374.

45 K.B. 9 juni 1852 No. 124, art. 47.



verplichtte om de wekelijkse samengevatte balans, de zogenaamde weekstaat, te publiceren. In 1866 kon de reeds eerder aangehaalde P. Verloren dan ook schrijven: "De Nederlandsche Bank (...) is onder den invloed der publieke opinie, geheel van houding veranderd. In haar jaarlijksch verslag wordt de gang harer werkzaamheden met eene naauwkeurigheid en met eene zucht tot openbaarmaking medege-deeld, die ons bijna met haar monopolie zou verzoenen."<sup>46</sup>

Hoewel de balanspublicaties van de Nederlandsche Bank en van de spoorwegen waarschijnlijk van groot belang zijn geweest bij het doen accepteren van financiële publiciteit kan men hen, als 'tegen de overheid aanleunende ondernemingen' nog met enig recht als bijzondere gevallen beschouwen.<sup>47</sup> Hiervan is vrijwel geen sprake meer bij de Amsterdamse Crediet-Vereeniging (1852). Ondanks het verenigingskarakter was hier in feite sprake van een in NV-vorm gedreven onderneming die rechtstreeks concurreerde met bestaande financiële instellingen. Toch zocht de Crediet-Vereeniging al vanaf haar oprichting bewust de openheid door maandelijks verkorte balansen in de dagbladen te publiceren. Bovendien werd het op de jaarvergadering uitgebrachte directieverslag uitgebreid in de pers besproken en gepubliceerd in het *Staatkundig en Staathuishoudkundig Jaarboekje*.

Het is dan ook in de particuliere financiële sector dat de gedachte van publiciteit op vrijwillige basis voet aan de grond krijgt. Hierbij speelt niet zozeer de beursnotering een rol, maar meer het beroep op de vermogensmarkt in ruime zin, bijvoorbeeld door het aantrekken van deposito's.<sup>48</sup> Toen tussen 1860 en 1865 een aantal nieuwe banken werd opgericht was financiële publiciteit vaak een belangrijk punt van beleid. Sommige van deze nieuwe banken, waaronder de Rotterdamsche Bank (1863) en de Internationale Crediet- en Handelsvereeniging 'Rotterdam' (1863) bepaalden statutair dat hun jaarlijkse of halfjaarlijkse balansen in de dagbladen openbaar gemaakt zouden worden.<sup>49</sup> Het contrast tussen deze nieuwe banken en de oude opvattingen blijkt bij de Amsterdamse Kas-Vereeniging (1865) die zichzelf profileerde als een moderne bank volgens het stelsel van de Engelse 'joint-stock' banken, inclusief bijbehorende publiciteit.<sup>50</sup> Verloren, tevens een van de oprichters, verwoordde het eigen belang van de bank bij publicatie als volgt:

"Er bestaat bijv., wat de openbaarmaking betreft, een groot onderscheid tusschen de Crediet-vereeniging en de Kas-vereeniging te Amsterdam, die maandelijks hare balansen in de dagbladen bekend maken, en de Associatie-Cassa die

46 Verloren, 'Overzicht', 338.

47 De Vries, *Eeuw*, 32.

48 De aandelen van de Crediet-Vereeniging werden pas na 1890 in de officiële notering opgenomen. Zie C. Eisfeld, *Das Niederländische Bankwesen* (Den Haag, 1916) 169.

49 *Staatscourant* 20 juli 1863 en 11 september 1863.

50 Zie Eisfeld, *Bankwesen*, 160-163; H.M. Hirschfeld, *Het ontstaan van het moderne bankwesen in Nederland* (Rotterdam, 1922) 87; M.G. Emeis, *Honderdzig jaar kassierderij* (Amsterdam, 1966) 53.

nog geheel doordrongen schijnt van den vroegeren geest van geheimhouding. In het algemeen zal men echter zien dat die instellingen op den langen duur zich het meeste krediet zullen verwerven en eene krisis het best zullen kunnen weerstaan, welke de minste geheimzinnigheid tegenover het publiek aan den dag leggen.”<sup>51</sup>

De publicatie van balansen in de dagbladen werd ook opgemerkt door degenen die zich bezighielden met herziening van het Wetboek van Koophandel. Rond 1870 stond dit onderwerp weer in de belangstelling, mede door wijzigingen van buitenlandse wetgeving waarbij financiële publiciteit een steeds grotere rol kreeg. Voorlopig hoogtepunt was hierbij de Belgische wet van 1873 die een algemene jaarrekeningpublicatie voor naamloze vennootschappen via de *Moniteur Belge* voorschreef. Het feit dat Nederlandse financiële instellingen al publiceerden werd nu ook gebruikt als grond om te pleiten voor een algemene publicatieplicht voor naamloze vennootschappen.

In 1866 schreef de latere bankier F.S. van Nierop, naar aanleiding van ontwikkelingen in het Engelse vennootschapsrecht:<sup>52</sup>

“Wij zien nu reeds vele naamlooze vennootschappen hare balansen en rapporten in de dagbladen openbaar maken. En waarom zou de wet niet als verplichtend kunnen voorschrijven, hetgeen vele maatschappijen uit eigen beweging reeds doen? De solide maatschappijen schuwen het daglicht niet. De overigen zijn misschien bevreesd voor openbaarheid, maar dit moet voor den wetgever eene reden wezen om openbaarheid te bevelen.”<sup>53</sup>

Hoewel het wetsontwerp van 1871 tot herziening van het Wetboek van Koophandel vrijwel geen publiciteitsbepalingen bevatte werd dit onderwerp wel aan de orde gesteld in de commissievergaderingen naar aanleiding van het wetsontwerp. Hetzelfde gebeurde tijdens de bespreking van het ontwerp in de jaarvergadering van 1872 van de Nederlandsche Juristen-Vereeniging. De veronderstelde “weezin tegen publiciteit” die uit het ontwerp sprak werd door verschillende sprekers gehekeld.<sup>54</sup> Ook hier speelde het voorbeeld van de “zoogenaamde verkorte balans, zooals die door verschillende banken en dergelijke vennootschappen van tijd tot

51 Verloren, ‘Overzicht’, 340.

52 Zie J.R. Edwards en K.M. Webb, ‘Use of table A by companies registering under the Companies Act 1862’, *Accounting and business research* 15 (1985) 177-195.

53 F.S. van Nierop, *De vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, volgens het Engelse recht* (Amsterdam, 1866) 127.

54 C.A. Cosman, ‘Welke beginselen moet eene wettelijke regeling der Naamlooze Vennootschappen huldigen ten aanzien van het kapitaal van de vennootschap?’ *Handelingen der Nederlandsche Juristen-Vereeniging*, 3 (1872), no. 1, 69-117 en no. 2, 69-129.

tijd in de dagbladen wordt publiek gemaakt” een belangrijke rol bij pleidooien voor verplichte balanspublicatie.

Om de kracht van dit argument enigszins te kunnen beoordelen is het aantal ondernemingen geteld dat gedurende het jaar 1872 financiële gegevens publiceerde in de *Nieuwe Rotterdamsche Courant* en het *Algemeen Handelsblad*. Afgezien van de staten van de circulatiebanken en de maandstaten van de grotere spoorwegmaatschappijen bevatten deze kranten slechts de balansen van drie Nederlandse banken, in advertenties opgenomen.<sup>55</sup> Een klein aantal andere financiële instellingen adverteerde kortere staatjes die niet als volledige balansen kunnen worden aangemerkt<sup>56</sup>. Daarnaast publiceerden enkele Duitse en Oostenrijkse banken en verzekeringsmaatschappijen hun balansen in advertenties. Wanneer we in rekening brengen dat de publicatie van de gegevens van spoorwegmaatschappijen mogelijk minder dan vrijwillig was, omdat hier ten slotte sprake was van een concessievoorwaarde, is de conclusie dat vrijwillige publicatie van jaarrekeningen via de krant beperkt bleef tot enkele van de sinds 1860 opgerichte ‘nieuwe banken’. Hoewel een rechtstreekse vergelijking niet goed mogelijk is lijkt het erop dat dit publicatiekanaal in Nederland minder werd gebruikt dan in Engeland.<sup>57</sup> Dit kan verklaren waarom er ook minder optimistische geluiden over de omvang van de vrijwillige publicatie te vernemen waren. In 1865 beklagde de redactie van het *Amsterdamsch Effectenblad* zich er al over dat men de cijfers van de Algemeene Maatschappij van Handel en Nijverheid die de directie in Nederland niet openbaar had willen maken uiteindelijk wel in buitenlandse dag- en weekbladen had aange troffen.<sup>58</sup> In 1867 schreef “een aandeelhouder” aan hetzelfde blad:

“reeds meermalen heeft het mijne aandacht opgewekt, hoe zeer de bestuurderen der nederlandsche finantiële en industriële instellingen de openbaarheid schijnen te vreezen. Telken male, wanneer ik een buitenlandsch finantiël dagblad ter hand neem, vind ik daarin rapporten en balansen, en dikwerf ook verslagen van algemeene vergaderingen van naamlooze vennootschappen. De buitenlandsche

55 Te weten: de Internationale Crediet en Handelsvereniging ‘Rotterdam’ (die dat jaar de balans en winst- en verliesrekening ook in de *Staatscourant* publiceerde), de Rotterdamsche Bank en de Twentsche Bankvereniging.

56 Met name de Nationale Hypotheekbank en de Kas-Vereeniging.

57 In het Engeland van de 19e eeuw ‘many companies with widely held shares voluntarily published their annual accounts (or summaries of their balance sheets) in the press.’ C. Napier, ‘The history of financial reporting in the UK’, in Walton, *European financial reporting*, 205.

58 ‘Publiciteit’, *Bijblad tot het Amsterdamsch Effectenblad*, 29 april 1865, 70. De Algemeene Maatschappij voor Handel en Nijverheid was een in 1863 opgerichte bank die na een ambitieuze start al in 1865 ten onder ging. Zie onder meer Hirschfeld, *Het moderne bankwezen*. Zij lijkt in naam op, maar staat los van, de in 1777 opgerichte Nederlandsche Maatschappij voor Nijverheid en Handel.

maatschappijen beijveren zich zooveel mogelijk openbaarheid te schenken aan de van haar uitgaande stukken (...) De bestuurderen der nederlandsche maatschappijen schijnen een ander gevoelen te hebben.”<sup>59</sup>

Aangezien de redactie zich in een naschrift als steeds bereid verklaarde om “alle rapporten enz. die haar worden toegezonden” te plaatsen wijst het feit dat er in de jaren 1860 maar zeer weinig balansen en dergelijke via het *Effectenblad* werden gepubliceerd ook in de richting van een op zijn best aarzelend groeiende praktijk van publicatie.

Maar hoe voorzichtig de trend in de richting van meer openheid ook was, zelfs de Nederlandsche Handel-Maatschappij kon zich er niet meer aan onttrekken. Om de aandeelhouders voor te bereiden op een positieve beslissing over de verlenging van de statutaire levensduur van de maatschappij in 1875 gaf de directie in 1871 een brochure uit waarin de voordelen die de maatschappij voor de aandeelhouders behaald had werden uiteengezet. Daarin werd toegegeven dat:

“Terwijl aan onze Commissarissen, als Vertegenwoordigers onzer Deelhebbers, steeds jaarlijks de meest uitvoerige en volledige openingen werden gedaan, heeft de bekendmaking der resultaten onzer gestie aan de Deelhebbers zelve[n] zich bepaald tot het jaarlijks voor hen ter visie leggen eener bijeengetrokkene balans, sluitende met het eindcijfer der Winst- en Verliesrekening.”<sup>60</sup>

Deze ter inzage legging vond plaats sinds 1850, toen bij de ingang van het tweede statutaire tijdvak de statuten aangepast werden aan het Wetboek van Koophandel. Hoewel dit een vooruitgang was ten opzichte van de eerdere periode waarin geheel niet voorzien werd in het informeren van aandeelhouders, was nog geen sprake van behandeling van de jaarrekening in een algemene vergadering. De balans werd door commissarissen vastgesteld, en algemene vergaderingen hoefden niet jaarlijks plaats te vinden.

De handgeschreven balansen (in tegenstelling tot bijvoorbeeld de HIJSM en de Rhijnspoorweg die al sinds hun oprichting gedrukte balansen produceerden)<sup>61</sup> bevatten in totaal circa twintig posten. De mate van “bijeentrekking” blijkt uit vergelijking met de onderliggende eigenlijke balans en winst- en verliesrekening, die circa 200 respectievelijk 100 posten bevatten.<sup>62</sup> De brochure, met een vrij gedetailleerde analyse van winsten en verliezen over de afgelopen jaren, ging aanmer-

59 ‘Ingezonden stukken’, *Bijblad tot het Amsterdamsch Effectenblad*, 16 februari 1867, 28.

60 *Aan de stemgerechtigde deelhebbers in de Nederlandsche Handel-Maatschappij bij het naderend einde van haar Tweede Tijdperk* (Amsterdam, 1871) 8.

61 W. van den Broeke, *Financiën en financiers van de Nederlandse spoorwegen 1837-1890* (Zwolle, 1985).

62 Algemeen Rijksarchief, Archief Hoofdkantoor NHM, no. 94.

kelijk verder dan gebruikelijk. De brochure werd zo positief ontvangen dat de directie meer openheid in de jaarverslaggeving begon te overwegen. In een intern memorandum van begin 1872 werd over het naleven van de eigen statuten gezegd:

“De wijze, waarop dit voorschrift steeds ten uitvoer is gelegd, is intusschen niet boven bedenking te achten, al werd daarop ook nimmer op officiële wijze aanmerking gemaakt. Immers, in plaats van de eigenlijke gezegde balans, wordt eene bijeengetrokken balans overgelegd, waarin de verschillende saldos in zoo weinige rubrieken zijn zamengevat, dat daaruit niet wel een, zij het ook globaal, overzicht van de zaken der Maatschappij is af te leiden. En de verpligte opgave van winsten en verliezen bepaalt zich tot de vermelding, als sluitpost der bijeengetrokken balans, van het saldo der winst- en verliesrekening, zonder eenige specificatie.”

“De gebrekkige kennis van de resultaten der handelingen van de Maatschappij gedurende het laatste 22 jarig tijdperk, is aangevuld door de statistieke mededelingen en toelichtingen, in het laatst des vorigen jaars aan de stemgerechtigde deelhebbers toegezonden en voor alle vennoten verkrijgbaar gesteld, en de gunstige indruk, hierdoor te weeg gebragt, is voorzeker eene aanmoediging om hun ook in het vervolg dit licht niet te onthouden.”<sup>63</sup>

Het gevolg was een statutenwijziging waarbij voortaan de jaarrekening in een jaarlijkse algemene vergadering aan aandeelhouders werd voorgelegd. Deze wijziging werd in principe door de aandeelhouders en de pers verwelkomd, ondanks dat hier en daar van teleurstelling sprake was over de feitelijke hoeveelheid informatie die onder de nieuwe regeling werd verstrekt.<sup>64</sup>

Gesteld kan worden dat rond 1875 de publiciteitsgedachte duidelijk voet aan de grond gekregen had. Toonaangevende ondernemingen waren overgegaan tot meer publiciteit en ondanks dat een wijziging van de Nederlandse wetgeving voorlopig van de baan was wezen de ontwikkelingen in het buitenland onmiskenbaar in de richting van het gebruik van jaarrekeningpublicatie als een van de pijlers van het vennootschapsrecht.

63 ‘Mededeling van de Directie der Nederlandsche Handel-Maatschappij aan Heeren Commissarissen van eenige beschouwingen, in verband tot de latere wijzigingen van hare statuten, volgens besluit der Algemeene Vergadering van Stemgerechtigde deelhebbers van 8 November 1871’, Archief Hoofdkantoor NHM, no. 8.

64 Zie ‘De ontworpen herziening van de artikelen van overeenkomst der Nederlandsche Handel-Maatschappij III’, *Amsterdamsch Effectenblad* 10 (Juli 1884) no. 2812, en ‘Stenographisch Verslag der Algemeene Vergadering’ 16 September 1874, Archief Hoofdkantoor NHM no. 12.

## 5. Financiële publiciteit 1875-1910

Na circa 1875 versnelt het tempo van de ontwikkelingen. De oprichting van de Vereniging voor den Effectenhandel in 1876 symboliseert de overgang naar een snelle groei van het aantal ondernemingen dat een beroep doet op de openbare kapitaalmarkt. Vandaar dat ook het perspectief in deze paragraaf verschuift van de individuele onderneming naar de populatie van genoteerde ondernemingen als geheel. De vraag hoe de aanzetten tot meer openheid uit de periode voor 1875 zich voortzetten in de praktijk nadien wordt hier behandeld in termen van beschrijvende statistiek in plaats van beschrijving van individuele gevallen.

Hierbij wordt, voor boekjaren vanaf 1880, gebruik gemaakt van Van Nierop & Baak's *Naamlooze Vennootschappen* en, na 1902, van Van Oss' *Effectenboek*. Beide publicaties bevatten systematisch verzamelde ondernemingsinformatie, inclusief recente balansen en winst- en verliesrekeningen. In elk geval gedurende de eerste jaargangen van Van Nierop & Baak, toen het aantal naamloze vennootschappen nog relatief gering was, is het redelijk om te veronderstellen dat de gedurende deze periode opgenomen balansen en winst- en verliesrekeningen een goede afspiegeling geven van de informatie die, in elk geval wat betreft genoteerde ondernemingen, publiek beschikbaar was.<sup>65</sup> Terzijde kan worden opgemerkt dat het verschijnen van Van Nierop & Baak illustratief is voor de toenemende belangstelling voor de naamloze vennootschap en voor ondernemingsinformatie. In dezelfde tijd lijkt er dan ook sprake te zijn van een toenemende belangstelling voor jaarrekeninggegevens in de pers.<sup>66</sup>

Vanaf 1903 kan de informatie in Van Nierop & Baak vergeleken worden met die in het *Effectenboek* dat zich niet richtte op vennootschappen maar op beursgenoteerde effecten. Ook hier werd aanvankelijk gestreefd naar volledigheid, en een nuttig kenmerk zijn de vaak voorkomende bevestigende opmerkingen dat jaarrekeningen wel werden opgevraagd maar niet ontvangen. Ook hier leidde de toename van het aantal genoteerde ondernemingen uiteindelijk tot een beperking van de opgenomen informatie, maar tot circa 1915 is het redelijk aan te nemen dat het *Effectenboek* in combinatie met Van Nierop & Baak een voldoende betrouwbare gids vormt voor de publicatie van jaarrekeningen door genoteerde ondernemingen.<sup>67</sup>

65 Vergelijking van de gegevens in Van Nierop & Baak met de in het *Amsterdamsch Effectenblad* over 1880 afgedrukte jaarrekeningen toont aan dat van slechts drie vennootschappen de jaarrekening wel in de laatste maar niet in de eerste bron voorkomt. Het omgekeerde is het geval bij elf ondernemingen en voor het overige is sprake van overeenstemming.

66 Tijdens de periode tot half mei 1880 werd in het *Algemeen Handelsblad* slechts één verslag van een genoteerde onderneming besproken. Gedurende dezelfde periode in 1885 is dit toegenomen tot tien.

67 Voor het eerste jaar waarin de twee bronnen vergeleken kunnen worden (het boekjaar 1901 of 1901/1902) is sprake van overeenstemming over publicatie of non-publicatie in het

Tabel 3. *Publicatie van jaarrekeningen door genoteerde ondernemingen 1881-1910*

Boek- jaar	Geno- teerd	Publicerend				onbekend	Niet Publicerend		
		Geheel	Gedeel- telijk	Totaal	(%)		Reden bekend	Reden onbekend (%)	
1881	51	33	2	35	(68,6)	-	12	4	(7,8)
1891	138	92	1	93	(67,3)	4	11	30	(21,7)
1901	344	230	4	235	(68,3)	3	10	96	(27,9)
1910	490	380	18	398	(81,2)	-	30	62	(12,6)

Toelichting: 'Geheel' heeft betrekking op publicatie van zowel een balans als een winst- en verliesrekening, 'gedeeltelijk' op publicatie van een van beide. 'Reden (on)bekend' geeft aan of een plausibele reden voor niet-publicatie verondersteld kan worden.

Op basis van deze bronnen bevat tabel 3 een overzicht van jaarrekeningpublicatie door genoteerde ondernemingen, gemeten met intervallen van ongeveer tien jaar. Het blijkt dat tussen 1880 en 1900 de jaarrekeningen van 65-70% van de ondernemingen beschikbaar waren. Rond 1910 was dit toegenomen tot ongeveer 80%. Duidelijk is ook dat al vanaf 1880 de winst- en verliesrekening niet meer is weg te denken ondanks dat gedurende de gehele negentiende eeuw vaak uitsluitend wordt gesproken over balanspublicatie.

Ter indicatie van het verschil tussen genoteerde en niet-genoteerde ondernemingen kan nog worden opgemerkt dat in 1880, volgens dezelfde berekeningswijze, het percentage publicerende niet-genoteerde naamloze vennootschappen veel lager lag, namelijk op 14%.

In tabel 3 wordt binnen de groep van niet-publicerende ondernemingen een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen waarvoor al dan niet een redelijke verklaring is te vinden voor het niet publiceren. Redelijke verklaringen worden verondersteld bij vennootschappen in liquidatie en bij pas opgerichte vennootschappen waarbij mogelijk het verslag over het eerste boekjaar nog niet beschikbaar is.<sup>68</sup> Wanneer de cijfers zo worden gecorrigeerd blijkt dat slechts 8% van de vennootschappen hun jaarrekening over 1881 niet publiceerden. De tendens naar meer openheid die zich aftekende vanaf circa 1860 had zich duidelijk doorgezet. Het

geval van circa 90% van de ondernemingen. De jaarrekeningen van de overige ondernemingen worden dan in de ene en dan in de andere bron gepubliceerd zonder dat van een duidelijke trend sprake is.

68 In een enkel geval zijn ook andere redenen te vinden. De Zuider Spoorweg Maatschappij stelde geen jaarrekening op over 1891 om de positie in een conflict met de Staatsspoorwegen over de hoogte van bepaalde beheersvergoedingen niet in gevaar te brengen.

Tabel 4. *Publicatie van jaarrekeningen naar bedrijfstak 1881-1910*

	% publicerende vennootschappen per boekjaar				gewogen gemid- delde
	1881	1891	1901	1910	
Banken	90,0	86,7	92,1	94,3	92,2
Spoorwegen	63,1	84,8	95,3	97,8	89,4
Hypotheekbanken	60,0	100,0	91,6	87,3	89,3
Handel	100,0	100,0	62,5	94,1	86,2
Scheepvaart	80,0	100,0	73,9	91,3	84,4
Nutsbedrijven	100,0	40,0	87,5	90,9	76,0
Mijnbouw & Petroleum	-	33,3	71,1	80,0	74,4
Cultures	66,7	58,6	50,7	82,4	69,0
Nijverheid	0,0	33,3	38,8	59,4	50,0
Diversen	40,0	11,8	28,6	54,5	37,6

Toelichting: percentages geven ondernemingen per bedrijfstak weer die een balans en/of een winst- en verliesrekening publiceren. Cursieve cijfers hebben betrekking op bedrijfstakken met minder dan tien genoteerde ondernemingen.

percentage niet-publicerende vennootschappen steeg echter weer tot tegen de 28% in 1901, om weer terug te lopen tot minder dan 13% in 1910. Het is mogelijk dat de gebruikte bronnen in deze jaren de snelle toename van het aantal noteringen niet bij konden houden. Het is echter ook mogelijk dat onder de nieuwe noteringen zich meer ondernemingen bevonden die minder tot openheid geneigd waren dan hun voorgangers. Het is daarom nuttig de verschillen in publicatie nader te onderzoeken en daarbij de ondernemingen te onderscheiden naar drie ondernemingskenmerken die regelmatig in verband worden gebracht met openheid: grootte, bedrijfstak en type financiering.

Hoewel ondernemingsgrootte doorgaans het sterkste verband toont met openheid is het in dit geval moeilijk om dit kenmerk goed te meten omdat niet voor alle ondernemingen jaarrekeningen beschikbaar zijn (en voor zover dit het geval is, blijkt hieruit in deze periode het omzetcijfer niet wat doorgaans een betere maatstaf is dan het balanstotaal). Wanneer bij gebrek aan beter de grootte wordt gemeten aan de hand van het geplaatst en opgevraagd kapitaal dan blijkt inderdaad dat, zoals verwacht, grote ondernemingen vaker publiceerden dan kleinere.<sup>69</sup> Tevens

69 p-waarden van Mann-Witney toetsen op verschillen in geplaatst kapitaal tussen publicerende en niet publicerende ondernemingen zijn: 1882: 0.002; 1892: 0.076; 1902: 0.066; 1910: 0.000.



blijkt dat de ondernemingen die in latere jaren genoteerd werden gemiddeld kleiner waren dan de eerdere noteringen, hetgeen ook kan helpen om de kennelijk afgenomen publicatiebereidheid te begrijpen.

Tabel 4 laat zien dat publicatiecijfers gesplitst naar bedrijfstak aanzienlijk uiteenlopen. Aan de ene kant van het spectrum staan de banken, spoorwegen en hypotheekbanken die nagenoeg allemaal publiceren (zeker wanneer rekening wordt gehouden met bovengenoemde redenen voor niet-publicatie). Wanneer de hypotheekbanken gemakshalve gelijk worden gesteld aan de banken zijn deze categorieën in het voorgaande al aan de orde gekomen: voor banken was de publiciteitsgedachte sinds 1860 doorgebroken<sup>70</sup>, voor spoorwegen garandeerde de concessievoorwaarde een hoog niveau van publiciteit. Ook tram- en lokaal-spoorwegen publiceerden in de regel hun jaarrekening. Wanneer dit niet gebeurt is dat reden voor kritiek, zoals in het geval van de Amsterdamsche Omnibus Maatschappij:

“wier bestuur schijnt te oordeelen, dat publiciteit der balans, ook bij herhaald beroep op het publiek crediet, minder noodig is. De groote toeloop tot hare leeningen getuigt dan ook, naar mijn bescheiden meening, meer van een wat al te blind vertrouwen van het publiek in hare wakkere directie, dan van zijn goed inzicht in deze materie.”<sup>71</sup>

De relatief grote publicatiebereidheid van de scheepvaart moet mogelijk niet zozeer gezocht worden in de aard van de activiteiten, maar in de omvang en kapitaalintensiteit van de activiteiten.<sup>72</sup> Ook hier waren echter grenzen aan de bereidheid: de directie van de (kleinere) onderneming Hudig & Veder wist te melden dat de jaarrekening over 1901 “vertrouwelijk” was.<sup>73</sup>

Met name bij handelondernemingen zou men een zekere terughoudendheid verwachten uit concurrentieoverwegingen, maar in deze periode betreft het hier voor een belangrijk deel de grote koloniale handelsverenigingen. Deze gaven veelal uitgebreide informatie door afzonderlijke jaarrekeningen te publiceren voor het hoofdkantoor en verschillende overzeese vestigingen.

Onderin tabel 4 vinden we de industriële en ‘overige’ ondernemingen met een lage publicatiegraad. Dit stond waarschijnlijk in verband met de doorgaans kleine-

70 Dit ondanks het feit dat de eerder genoemde Associatie-Cassa nog in 1914 geen jaarrekening publiceerde. Zie Eisfeld, *Bankwesen*, 155.

71 J. Déking Dura, *Handhaving der rechten van obligatiehouders* (Amsterdam, 1886). Overigens beschikte het *Algemeen Handelsblad* over het (directie)verslag over 1884 waaruit in de editie van 27 maart 1885 enkele zaken geciteerd werden.

72 De scheepvaartondernemingen hadden (in 1910) het hoogste gemiddeld geplaatst kapitaal van de in tabel 4 genoemde bedrijfstakken.

73 *Effectenboek* 1904.

Tabel 5. *Publicatie van jaarrekeningen naar type genoteerde effecten 1881-1910*

	% ondernemingen	% publicierend			
		1881	1891*	1901*	1910**
alleen obligaties	17,4	40,0	52,4	48,0	60,3
alleen aandelen	56,9	66,7	58,1	58,0	81,4
beide	25,7	85,7	77,8	85,4	89,8
	100,0				

Toelichting: verschillen ten opzichte van de kolom ‘% ondernemingen’ zijn significant op 0,10 (\*) respectievelijk 0,01 (\*\*).

re schaal waarop deze ondernemingen opereerden waardoor concurrentieoverwegingen zwaarder konden wegen dan de informatiebehoeften van de kapitaalmarkt<sup>74</sup>. Illustratief is de houding van de Koninklijke Tabak- en Sigarenfabriek v/h G. Ribbius Peletier die “princiepelijk” weigerde de gevraagde jaarstukken aan de redactie van het *Effectenboek* te verstrekken.

Het lage publicatieniveau van de cultuurondernemingen is vrijwel geheel toe te schrijven aan de tabaksmaatschappijen (31 vennootschappen in 1910). Deze vormen de meest in het oog lopende samenhangende groep van niet-publicerende ondernemingen waarbij bovendien sprake is van relatief grote en bekende ondernemingen. Dat hier inderdaad sprake was van niet-publicatie, en niet van een gebrek in de gebruikte bronnen, wordt ondersteund door klachten in de pers over de beperkte financiële informatie verstrekt door de tabaksmaatschappijen:

“De Senembah [Maatschappij] bewijst het publiek de beleefdheid steeds een balans- en winst- en verliesrekening te publiceeren, en steekt daardoor gunstig af bij vele maatschappijen, die er de voorkeur aan geven met een paar halve woorden en weinig zeggende cijfers hunne aandeelhouders af te schepen.”<sup>75</sup>

De redenen hiervoor zijn niet geheel duidelijk maar houden mogelijk verband met de monopoliepositie van de Sumatra-tabak. Aangezien deze een afzonderlijk kwaliteitssegment in de markt uitmaakte kon de bedrijfstak een gesloten verkoopsysteem handhaven waarbij sprake was van een zekere geheimhouding van de feitelijk betaalde prijzen. Het is niet onaannemelijk dat hierdoor ook terughoudendheid kon

<sup>74</sup> De industriële en ‘diverse’ ondernemingen hadden (in 1910) een significant lager dan gemiddeld geplaatst kapitaal.

<sup>75</sup> *De Sumatra Post*, 3 Augustus 1900, De Senembah Maatschappij was inderdaad een van de weinige publicerende tabaksmaatschappijen.

ontstaan over de financiële resultaten. Wat de reden ook was, de meeste ondernemingen publiceerden echter wel uitgebreide statistieken over aanplant en oogst, en vanaf circa 1910 waren de meeste ondernemingen ook overgegaan tot publicatie van jaarrekeningen.

Naast bedrijfstak en grootte is het type financiering van belang. In dit artikel wordt daarnaar gekeken door onderscheid te maken tussen notering van aandelen en obligaties. Tabel 5 geeft per jaar de publicatiepercentages aan van vennootschappen die met een of beide vormen van effecten genoteerd waren. Terzijde kan worden opgemerkt dat in de loop van de onderzochte periode geen sprake is van een duidelijke verschuiving in de relatieve populariteit van aandelen en obligaties. Het blijkt dat gedurende de gehele periode vennootschappen met enkel genoteerde obligaties het minst publiceerden terwijl vennootschappen met beide effecten het vaakst publiceerden. De tendens is duidelijk in overeenstemming met wat men zou verwachten: obligaties geven op zich minder aanleiding tot publicatie vanwege de winstonafhankelijke rentevergoeding en de preferente positie ten opzichte van aandeelhouders bij faillissement. Obligaties in combinatie met aandelen komen vooral voor bij de grotere ondernemingen, hetgeen de hogere publiciteit ten opzichte van aandelen alleen kan verklaren.

## 6. Inhoud en betekenis van jaarrekeningpublicatie

Uit het voorgaande blijkt dat, ondanks blijvende weigering van sommige vennootschappen om te publiceren, jaarrekeningpublicatie in feite de norm was voor beursgenoteerde ondernemingen vanaf, ruwweg, 1875. Dit is een interessant gegeven in het licht van het feit dat publicatie van ondernemingsgegevens niet vanzelfsprekend is, noch vanuit de traditionele heersende norm van “oud-Hollandse toedekking van zaken”<sup>76</sup>, noch vanuit de juridische literatuur waarin tot aan de herziening van het wetboek van koophandel in 1928 sprake is van aanzienlijke terughoudendheid bij het voorschrijven van publiciteit, noch vanuit de bedrijfseconomische optiek waarin openheid zich alleen zal voordoen wanneer de baten daarvan de kosten overtreffen.

De vraag rijst dan ook in hoeverre deze kennelijke openheid reëel is, dat wil zeggen, in hoeverre de gepubliceerde jaarrekeningen daadwerkelijk voor buitenstaanders betrouwbare en bruikbare informatie bevatten. Naarmate dit minder het geval is, vervalt de basis onder pogingen om de ontwikkeling van de publicatie te verklaren vanuit motieven als het verbeteren van betrekkingen met de kapitaal-

76 J. de Vries, *Lion Markus en de comptabiliteit in Nederland omstreeks 1900*, Mededelingen der Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen, Afd. Letterkunde, Nieuwe Reeks, Deel 46 no. 4 (Amsterdam, 1983) 24.

markt. Publicatie wordt dan slechts een formele gewoonte die ondernemingen weinig kost en buitenstaanders weinig oplevert.

Binnen het bestek van dit artikel kan aan dit onderwerp slechts op globale wijze aandacht worden besteed. Deze paragraaf bedoelt niet meer te doen dan aannemelijk maken dat de verslaggeving door de bank genomen een betekenisvolle activiteit was en ook als zodanig werd gezien. Daarbij zal eerst aandacht worden besteed aan de betrouwbaarheid, en vervolgens aan de inhoud van de gepubliceerde jaarrekeningen.

Wat betreft de betrouwbaarheid van de gepubliceerde jaarrekeningen was er sprake van duidelijke problemen. De Vries spreekt wat betreft de tweede helft van de negentiende eeuw zelfs van een "crisis der comptabiliteit".<sup>77</sup> Hoewel de statuten van de meeste vennootschappen voorzagen in een controle van de jaarrekening, was deze controle doorgaans opgedragen aan commissarissen of aan gedelegeerde aandeelhouders. Door de toenemende omvang en complexiteit van ondernemingen waren de controleurs in veel gevallen al niet meer in staat om vast te stellen of de jaarstukken op een correcte wijze uit de administratie waren afgeleid, laat staan om te bepalen of de administratie zelf de gang van zaken binnen het bedrijf correct weergaf. Hierdoor werden in principe grote mogelijkheden tot misleiding en fraude geschapen, ook in gevallen waarin commissarissen voldoende onafhankelijk van de directie waren. Dit feit kwam opzienbarend aan het licht toen in 1879 bleek dat de miljoenenverliezen van de Afrikaansche Handelsvereniging gedurende enkele jaren aan het oog onttrokken waren geweest door ongeregelde heden in de administratie en vervalste balansen. De zaak maakte des te meer indruk omdat de directeur die rechtstreeks verantwoordelijk was voor de fraude, Lodewijk Pincoffs, een van de meest invloedrijke Rotterdamse zakenlieden was, en omdat het de raad van commissarissen, met name in de persoon van de bankier Marten Mees, noch aan financiële deskundigheid noch aan integriteit ontbrak. De Pincoffs-affaire was een belangrijke aanleiding tot het ontstaan van het accountantsberoep in Nederland, dat commissarissen en aandeelhouders onafhankelijke en deskundige bijstand kon bieden bij het afnemen van rekening en verantwoording.<sup>78</sup>

Op zich was ook vóór de Pincoffs-affaire wel duidelijk dat de jaarrekening mogelijkheden tot misleiding bood. T.M.C. Asser, een gezaghebbend voorstander van publicatie, voorzag in 1872 in een veel geciteerde artikelenreeks over vennootschapsrecht het probleem dat "de inzage van balansen, als die niet met de boeken kunnen vergeleken worden, weinig zekerheid geeft – dat vooral in dit opzicht de kunst om cijfers te groeperen wonderen kan verrichten, enz."<sup>79</sup> Maar in veel gevallen, waaronder dat van de Rotterdamsche Handelsvereniging, bood vertrouwen

<sup>77</sup> De Vries, *Lion Markus*, 128-129.

<sup>78</sup> Zie onder andere Metzemaekers, *Een eeuw in balans*, 50-53.

<sup>79</sup> T.M.C. Asser, 'Het wetsontwerp tot regeling der naamlooze vennootschappen III', *Nieuwe Rotterdamsche Courant*, 16 januari 1872.

in de persoonlijke kwaliteiten van de directie kennelijk voldoende waarborgen. Tegenover het door de Vries aangehaalde conflict, in 1855, bij de Maatschappij van Assurantie, Discontering en Beleening der Stad Rotterdam van 1720 over het opnieuw instellen van een boekencontrole door aandeelhouders staat het voorbeeld van de HIJSM waar de aandeelhouders in 1844 met 268 tegen 22 stemmen besloten om géén gebruik te maken van hun statutaire recht om de balans te laten onderzoeken.<sup>80</sup>

Na 1879 wordt echter duidelijk dat meer formele maatregelen nodig zijn om de betrouwbaarheid van financiële informatie te garanderen. Inschakeling van accountants is daarbij één mogelijkheid, wetgeving een andere: “Wanneer de openbaarmaking nog algemeener wordt (...) zal ook het *niet* publiceerden van den vermogens-toestand eerst gecritiseerd, ten slotte ongetwijfeld worden verdacht gemaakt. Bestaan er nu geen wettelijke waarborgen dat die publicatieën te vertrouwen zijn, en zijn de publicerende maatschappijen daarbij niet aan vaste regels gebonden, dan zal de openbaarmaking spoedig niet een middel tot leering, maar tot misleiding worden in de handen van die maatschappijen, die, het nadeel van zwijgen inziende, haar spreken tot liegen maken.”<sup>81</sup>

Voor dit artikel is vooral van belang dat bezorgdheid over de betrouwbaarheid van de jaarrekening laat zien dat men deze vorm van informatie in principe als nuttig beschouwt, en het de moeite waard acht om maatregelen te nemen om misbruik tegen te gaan.

Dit leidt tot de vraag welke informatieve waarde de jaarrekening, verondersteld dat deze voldoende betrouwbaar was, eigenlijk had. Eén aspect hiervan is de mate van detaillering van de informatie. Dat op dit laatste punt bij tijdgenoten vragen opkwamen bleek reeds bij de twijfels die bij de Nederlandsche Handel-Maatschappij leefden over de inhoud van de voor aandeelhouders beschikbare balans. Om hiervan een globale indicatie te verkrijgen is, in navolging van onderzoek van A.J. Arnold<sup>82</sup> naar verslaggeving van Britse ondernemingen in dezelfde periode, gekeken naar het aantal posten dat in balans en winst- en verliesrekening wordt onderscheiden. Met de kanttekening dat dit uiteraard een wat gebrekkige maatstaf is om ‘informatieve waarde’ te meten laat tabel 6 de tellingen van posten in de balans en winst- en verliesrekening zien voor een selectie van ondernemingen voor de jaren 1881, 1891 en 1901.<sup>83</sup>

80 De Vries, *Lion Markus*, 128; *Algemeen Handelsblad* 27 april 1844.

81 Van Slooten, *Verplichte openbaarmaking*, 6-7.

82 A.J. Arnold, “Publishing your private affairs to the world”: corporate financial disclosures in the UK 1900-24’, *Accounting, business and financial history* 7 (1997), 143-173.

83 Geselecteerd zijn alle ondernemingen waarvoor de jaarrekening voor twee van de drie onderzochte jaren beschikbaar is. De tellingen zijn gebaseerd op de jaarrekeningen als weergegeven in van Nierop & Baak. Vergelijking met de eigenlijke jaarrekeningen leert dat in elk geval tot 1901 de jaarrekeningen volledig werden overgenomen. Omdat in de jaargang

Tabel 6. *Aantal posten in balans en winst- en verliesrekening 1881-1910*

	gemiddeld	mediaan	minimum	maximum	aantal NV's
<i>balans</i>					
1881	31,1	27	11	73	26
1891	27,0	24	7	64	75
1901	25,7	23	9	77	101
<i>winst- en verliesrekening</i>					
1881	14,0	12	6	35	25
1891	14,0	13	3	31	74
1901	12,9	11	4	43	101

Toelichting: zie noot 84.

Zoals te verwachten zijn de verdelingen tamelijk scheef, waarbij sommige vennootschappen zeer uitgebreide jaarrekeningen produceren. Zeer beknopte overzichten komen ook voor, met name bij de winst- en verliesrekeningen. Deze zijn voor huidige begrippen in elk geval erg summier en bestaan hoofdzakelijk uit het saldo van de bedrijfsactiviteiten, waarin dus de omzet en de meeste kosten samengevat zijn, en waarop vervolgens nog enkele kostenposten zoals rente en afschrijving zichtbaar in mindering worden gebracht. Vanuit deze gegevens is begrijpelijk waarom men in de negentiende eeuw doorgaans spreekt over 'balanspublicatie' en niet over publicatie van de 'jaarrekening'. In het algemeen zijn de aantallen posten voor balans en winst- en verliesrekening tamelijk stabiel. Er is een licht dalende tendens in gemiddelde en mediaan, maar dit hangt meer samen met de beknoptere jaarrekeningen die later genoteerde ondernemingen publiceerden dan met een daadwerkelijke vermindering van posten door reeds publicerende ondernemingen.<sup>84</sup> Het gevolg is dat in 1901 de ondernemingen die al vanaf 1881 (of eerder) genoteerd waren significant meer details publiceerden dan de later genoteerde ondernemingen.<sup>85</sup> Dit is in overeenstemming met de eerdere bevinding dat deze oudere onder-

1912 in elk geval sommige jaarrekeningen vereenvoudigd werden weergegeven is dit jaar niet in tabel 6 opgenomen. In het *Effectenboek* is vanaf het begin sprake van vereenvoudigde weergave.

84 Paarsgewijze vergelijking van opeenvolgende jaarrekeningen van dezelfde ondernemingen levert geen significante verschillen op. p-waarden van de Wilcoxon toets voor de vier mogelijke vergelijkingen (twee paren jaren, twee onderdelen van de jaarrekening) lopen van 0,14 tot 0,91.

85 p-waarden van de Mann-Whitney toets voor balans en winst- en verliesrekening zijn 0,0012 respectievelijk 0,0107.

nemingen doorgaans groter waren dan de nieuwere. Het is dus niet verbazend dat het aantal posten in de balans duidelijk samenhangt met het balanstotaal.<sup>86</sup> Voor de resultatenrekening is dit niet het geval.<sup>87</sup> De Nederlandse resultaten geven, zeker gezien de spreiding in de cijfers, geen aanleiding om te veronderstellen dat sprake is van belangrijke verschillen ten opzichte van Arnold's resultaten voor Britse ondernemingen.<sup>88</sup> De voorlopige conclusie kan zijn dat in elk geval vanuit dit wat formele gezichtspunt de Nederlandse jaarrekeningen een redelijk stabiel patroon hadden bereikt, dat vergelijkbaar was met dat in Groot-Brittannië. Wat in dit artikel echter buiten beschouwing is gebleven is de mate waarin naast de jaarrekening, bijvoorbeeld in het tijdens de algemene vergadering uitgebrachte verslag, nog nadere informatie werd verstrekt.

Wat zonder meer ten gunste werkt van de informatieve waarde van deze jaarrekeningen is dat de ondernemingen waarop zij betrekking hebben doorgaans vrij simpel zijn. In de negentiende eeuw is nog vrijwel geen sprake van het probleem dat de jaarverslaggeving gedurende de eerste helft van de twintigste eeuw zou beheersen, namelijk dat van kapitaalbelangen in andere ondernemingen. Voor de meeste ondernemingen was er nog niet de mogelijkheid om grote stille reserves te creëren door een groot deel van de eigenlijke activa en passiva onder te brengen in een tegen historische kosten gewaardeerde saldopost 'belangen in andere ondernemingen.' Ook is het nog niet mogelijk om het eigen resultaat op een ondoorzichtige manier te sturen door het dividendbeleid van deelnemingen.<sup>89</sup> Wel bestaat het probleem van de waardering van vaste activa en de afschrijvingen daarop. Een voorlopige indruk is dat het snel tot f 1,- afschrijven van duurzame productiemiddelen in de negentiende eeuw nog niet op dezelfde schaal voorkomt als in de eerste helft van de twintigste eeuw, waardoor de balans op het eerste gezicht een beter beeld geeft van het in de onderneming werkzame kapitaal. Een laatste punt dat pleit ten gunste van de negentiende-eeuwse jaarrekeningen is dat zij, globaal beoordeeld, nog maar weinig gebruik maken van reserves. Ook op dit punt ontstonden in de twintigste eeuw door groeiende aantallen reserves en steeds complexere boekingen tussen de resultaten en de reserves en de reserves onderling grote problemen met het inzicht in de behaalde resultaten.

Wellicht is echter de meest overtuigende indicatie van de bruikbaarheid van de gepubliceerde jaarrekeningen dat er ook daadwerkelijke belangstelling voor bestond.

86 Correlatiecoëfficiënten met de logaritme van het balanstotaal: 1881: 0,41 ( $p = 0,021$ ), 1891: 0,31 ( $p = 0,007$ ), 1901: 0,47 ( $p = 0,000$ ).

87 Idem: 1881: 0,29 ( $p = 0,106$ ), 1891: -0,18 ( $p = 0,116$ ), 1901: 0,018 ( $p = 0,018$ ).

88 De Britse balans bevatte in 1901 gemiddeld 21,6 posten tegenover 25,7 in Nederland. Voor de winst- en verliesrekening is dit 13,2 respectievelijk 12,9.

89 Wanneer deze problemen zich op grotere schaal gaan voordoen wordt de oplossing gevonden in de geconsolideerde jaarrekening, die in Nederland vanaf de Tweede Wereldoorlog in zwang komt. Zie Camfferman, *Voluntary annual report disclosure*, 249-258.

Dit blijkt in elk geval uit de hier gebruikte reeksen van Nierop & Baak en van Oss' *Effectenboek*. In beide gevallen moet het verzamelen en verwerken van de jaarrekeningen een behoorlijke inspanning gekost hebben die leidde tot steeds omvangrijkere en duurdere jaarboeken. Maar ook meer individuele indicaties wijzen in deze richting. Zo beschrijft Henri Deterding hoe hij en zijn collega's omstreeks 1880 als beginnende klerken bij de Twentsche Bank ijverig balansen en verslagen van genoteerde ondernemingen bestudeerden. Terugkijkend vanuit de jaren '30 kon hij de jeugd nog steeds aanraden zijn voorbeeld ook op dit punt te volgen.<sup>90</sup>

## 7. Samenvatting en conclusies

In dit artikel is een overzicht gegeven van het ontstaan van het gebruik dat grotere, met name beursgenoteerde ondernemingen hun jaarrekening, bestaande uit balans en winst- en verliesrekening, openbaar maken. De jaarrekeningpublicatie is tot ontwikkeling gekomen in de tweede helft van de negentiende eeuw, zonder dat voor de meeste ondernemingen sprake was van wettelijke bepalingen op dit punt. Het ontstaan van de jaarrekeningpublicatie wordt in dit artikel in verband gebracht met twee ontwikkelingen, de opkomst van de naamloze vennootschap als rechtsvorm voor ondernemingen, en de toenemende betekenis van de effectenbeurs voor de financiering van ondernemingen.

Het toenemend gebruik van de rechtsvorm van de naamloze vennootschap leidde tot een toenemend belang van het afleggen van rekening en verantwoording door de directie aan de aandeelhouders. Voor de jaarrekening was hierbij in principe een belangrijke plaats weggelegd. Dit principe werd bijvoorbeeld onderkend tijdens de voorbereiding van het Wetboek van Koophandel van 1838. Wat opvalt gedurende de eerste helft van de negentiende eeuw is echter dat dit principe nog slechts op bescheiden schaal werd toegepast. Voortbouwend op een oligarchische traditie die terugging tot de zeventiende en achttiende eeuw was in veel vennootschappen, waaronder de Nederlandsche Bank en de Nederlandsche Handel-Maatschappij, het recht van aandeelhouders op financiële informatie nog sterk beperkt.

Hoewel de basis voor de jaarrekeningpublicatie werd gelegd met de opkomst van de naamloze vennootschap, was in dit verband toch vooral sprake van het afleggen van rekening en verantwoording aan een in wezen beperkte kring. Publicatie in eigenlijke zin kwam pas tot ontwikkeling met het ontstaan van grotere aantallen vennootschappen waarvan de aandelen (en in mindere mate de obligaties) ter beurze verhandeld werden. Dat het beroep op de openbare vermogensmarkt een belangrijke aanleiding was om tot meer publiciteit over te gaan blijkt uit het feit dat ondernemingen in de financiële sector hierbij voorop liepen. Vanaf circa 1880 is openbare beschikbaarheid van de jaarrekening voor beursgenoteerde vennoot-

90 Henri Deterding, *Memoirs of an international oilman* (London, 1934).



schappen in feite de regel. Wanneer ondernemingen niet aan deze regel voldoen zijn daarvoor redenen aan te voeren zoals het nog niet beschikbaar zijn van de informatie (pas opgerichte ondernemingen), het beperkte belang van publicatie (kleine ondernemingen), een verondersteld gevaar van het vrijgeven van concurrentiegevoelige informatie (in bepaalde bedrijfstakken) of alternatieve garanties voor beleggers (obligaties in plaats van aandelen).

De rol van de overheid is in deze ontwikkeling bescheiden maar niet zonder belang geweest. De bewoordingen van het Wetboek van Koophandel van 1838 waren weliswaar niet zeer expliciet maar droegen er vermoedelijk wel toe bij dat binnen naamloze vennootschappen het gebruik van een balans en winst- en verliesrekening voor het afleggen van rekening en verantwoording vanzelfsprekend werd. Ook de publicatiebepalingen in de bankwet van 1863 en in verschillende spoorwegconcessies waren van groot belang. Hierdoor ontstond een aantal duidelijk zichtbare voorbeelden van publicatie, hetgeen aan de overige ondernemingen ter navolging kon worden voorgehouden.

In het artikel is tevens aandacht besteed aan de betrouwbaarheid en informatieve waarde van de gepubliceerde jaarrekeningen vanuit de vraag naar het belang van de geschetste ontwikkeling naar meer publicatie. Wanneer de jaarrekeningen door de betrokkenen als onbetrouwbaar en nietszeggend zouden zijn gezien, zou publicatie eerder verklaard moeten worden als het ontstaan van een formele gewoonte dan als een rationele reactie op veranderingen in rechtsvorm en financiering van ondernemingen. Geconcludeerd werd dat weliswaar sprake was van potentiële en feitelijke problemen op beide punten, maar dat deze niet leidden tot een fundamenteel gebrek aan vertrouwen in of aan gebrek of belangstelling voor de jaarrekening.

In het algemeen kan geconcludeerd worden dat jaarrekeningpublicatie in de tweede helft van de negentiende eeuw op grote schaal tot ontwikkeling kwam in duidelijke samenhang met juridische en vooral economische motieven. Dit betekent dat verder onderzoek nuttig is naar de wijze waarop ondernemingsleidingen enerzijds en beleggers anderzijds omgingen met de jaarrekening. Op deze wijze kunnen vraagstellingen en wijzen van onderzoek die gebruikelijk zijn in het vaktechnische maar niet primair historisch gerichte onderzoek op het gebied van ondernemingsverslaggeving en accountancy toegepast worden om nader inzicht te verkrijgen in de Nederlandse verslaggeving in de negentiende eeuw.

Vanuit ondernemingsperspectief is nader onderzoek mogelijk naar de gemaakte keuzes op het gebied van waardering, resultaatbepaling en detaillering van informatie.<sup>91</sup> In afwezigheid van duidelijke regels of gewoontes bestond er een breed scala van beleidsmogelijkheden lopend van maximale openheid via selectieve presentatie tot regelrechte misleiding. De vraag is dan ook in hoeverre men zich hier-

91 Zie Ball en Smith, *Economics of accounting policy choice*.

van bewust was en op grond van welke overwegingen keuzes werden gemaakt. In het hedendaagse onderzoek gaat men hierbij noodgedwongen uit van openbare gegevens, en worden conclusies vooral gebaseerd op de samenhang tussen verslaggevingskeuzes en ondernemingskenmerken. In het kader van historisch onderzoek bestaan in sommige gevallen wellicht mogelijkheden om op basis van archiefmateriaal vergelijkingen te maken tussen intern beschikbare informatie met gegevens uit de gepubliceerde jaarrekening.

Vanuit het perspectief van de belegger kan nader onderzoek worden gedaan naar de ontwikkeling van financiële analyse, in het bijzonder in het kader van de financiële journalistiek in Nederland om te zien op welke wijze jaarrekeninggegevens een rol speelden bij het waarderen van genoteerde effecten.<sup>92</sup> Een andere lijn van mogelijk onderzoek betreft de vraag in hoeverre de gegevens uit de jaarrekening samenlopen met de koersvorming ter beurze.<sup>93</sup> Daarmee zou nader onderzoek naar de jaarrekening kunnen bijdragen aan het inzicht in het functioneren van de Amsterdamse effectenmarkt in de negentiende eeuw.

92 Zo zou bijvoorbeeld een vergelijking mogelijk zijn met de gegevens over de Verenigde Staten in R.P. Brief, *Corporate financial reporting and analysis in the early 1900s* (New York, 1986).

93 Zie voor een overzicht van de literatuur W. Beaver, *Financial reporting: an accounting revolution* (New York, 1998).